

瑞泰科技(002066.sz)

夯实玻璃窑市场，开拓水泥窑领域！

黄立图 建筑材料 分析师
电话：020-87555888-832
eMail: hlt2@gf.com.cn
SAC执业证书编号：S0260210090009

玻璃窑耐材领域保持优势

公司在湘潭分公司、都江堰和湖南子公司等地分别生产熔铸锆刚玉、熔铸氧化铝和硅质耐火材料。目前，公司拥有 26000 吨熔铸锆刚玉产能，2600 吨熔铸氧化铝产能，4.8 万吨特优硅质耐火材料产能。公司在玻璃窑中高档耐火材料领域市场占有率达到 40%以上，并且实现了玻璃窑用三大主要耐火材料的自主生产和配套供应，公司的优势还将继续保持下去。

挺进水泥窑耐材市场

公司在浙江、安徽和河南设立分公司，成为国内唯一可以同时生产水泥窑用三大主要耐火材料品种的企业，同时可以为水泥窑提供全套耐火材料解决方案。我们看好公司无铬产品等的技术优势和推广前景，预计公司在水泥窑用耐火材料领域的市场将于 2011 年逐步打开。

盈利预测与投资评级

预计公司 2010、2011、2012 年每股收益分别为 0.34、0.66、0.90 元。考虑到公司在 2011 年和 2012 年集中释放产能，公司在玻璃窑耐火材料行业的市场占有率和竞争优势，同时看好公司在水泥窑耐材的推广进展，给予目标价 19.8 元，对应于 30 倍市盈率，给予买入评级。

风险提示

- 1、下游玻璃和水泥到国家关于产能限制的影响，应用市场可能低于预期；
- 2、主要原料为锆英砂和氧化铝，原料价格的上涨将压缩盈利空间。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	421.70	493.01	693.40	988.00	1301.75
增长率(%)	39.48%	16.91%	40.6%	42.5%	31.8%
EBITDA(百万元)	73.07	89.60	99.81	161.71	219.22
净利润(百万元)	34.61	36.83	39.07	75.75	104.35
增长率(%)	44.00%	6.43%	6.08%	93.88%	37.75%
每股收益(元)	0.385	0.319	0.338	0.656	0.903
市盈率	20.73	60.55	46.97	24.23	17.59
市净率	2.80	4.19	3.29	2.90	2.49
EV/EBITDA	12.70	26.27	18.79	12.26	9.27

数据来源：瑞泰科技股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	15.89
目标价格(元)	19.80
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.97%	3.63%	-11.64%
沪深 300	-2.40%	4.30%	-13.97%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	115.50/114.96
主要股东：	
中国建筑材料科学研究总院	
主要股东持股比例	46.57%

财务比率

ROE	6.91%
ROA	7.33%
资产负债率	42.78%
每股净资产(元)	4.61

2009 年报数据

耐火材料行业的龙头

瑞泰科技是中国建筑材料科学研究总院控股的上市公司，是国内唯一拥有熔铸氧化铝产品专利和自主知识产权并能够规模化生产的企业，并且拥有全国最大的熔铸耐火材料生产基地，拥有十条生产线同时生产熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝两大系列五个品种的耐火材料。随着公司的发展，公司从原有的玻璃窑用耐火材料逐步扩大，进入了水泥窑耐材领域。

表1：公司设立子公司情况

子（分）公司名称	股权	产品类型	产能（t）	下游市场	投产时间
湘潭分公司	100%	熔铸锆刚玉	10000	浮法、轻工、医药玻璃窑	05、07年
			8000+		11年
	100%	熔铸氧化铝	2600	浮法、轻工、医药玻璃窑	10年6月
都江堰瑞泰科技	68.85%	熔铸锆刚玉	8000	浮法、轻工、医药玻璃	10年底
安徽瑞泰新材料	51%	不定型耐材	60000	水泥窑	09年
			40000		10年底
	51%	耐磨耐热铸钢件	10000	水泥窑	10年9月
	51%	耐磨铸球	20000	水泥窑	
河南瑞泰耐火材料	67.99%	环境友好碱性耐材	35000	玻璃、水泥、有色窑	10年5月
佛山市仁通贸易	80%	采购			09年7月
湖南瑞泰硅质耐材	66.10%	特优硅质耐材	18000	玻璃窑	09年
			30000		10年12月
浙江瑞泰圣奥耐材	51.80%	铝硅质耐材	15000	水泥窑	2010年
		其他耐材	10w		

数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

公司在玻璃窑用耐材行业的霸主地位不可动摇

传统玻璃窑用耐火材料

玻璃窑不同部位使用的耐火材料不尽相同。目前，玻璃行业尤其是浮法玻璃窑炉，主要采用的定型耐火材料包括熔铸耐火材料、硅砖和镁质耐火材料等三种。

（1）熔铸耐火材料，是指通过一定方法将配合料高温熔化后，浇注成具有一定形状的耐火制品，主要包括熔铸锆刚玉（AZS）、熔铸氧化铝和氧化锆三大门类。其中，熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝耐火材料是浮法玻璃窑、电子玻璃窑、日用玻璃窑、医药玻璃窑等各种玻璃窑的主体砌筑材料，其使用部位除与玻璃液接触的所有部位外，还用于火焰空间的胸墙、小炉平碛等重要部位。氧化锆质制品主要用于生产特种玻璃的电熔窑。从近年来玻璃窑用耐材的发展趋势来看，由于熔铸氧化铝在高端玻璃窑的使用比例逐年提高，其使用量也在大幅提升。

（2）硅质耐火材料主要用于熔窑大碛和部分火焰空间，硅砖的质量也关系到熔窑的正常运转与寿命。例如，传统的窑拱顶部位需要承受长期的热冲击和碱蒸汽的侵蚀，主要采用的耐火材料为硅质耐火材料，其主要要求为：寿命长、低磨损、隔热、抗蠕变、高温状态下较低的热膨胀等。

（3）镁质耐火材料是碱性耐火材料制品，主要包括电熔镁砖、高纯镁砖、直接结合镁铬砖、镁锆砖等。镁质材料主要用于蓄热室，用量较大，是我国玻璃窑龄能否达到

10年以上的主要薄弱环节。一般情况下，蓄热室格子体最重要性能就是抗侵蚀和抗蠕变，其最上层用高档镁砖($w(\text{MgO}) > 97\%$)，上层使用中档镁砖($w(\text{MgO})$ 约为95~96%)，下层使用低气孔粘土砖。近年来，许多玻璃窑采用石油焦代替传统燃料后，对95镁砖带来了巨大的冲击，而蓄热室中97高档镁砖和直接结合镁铬砖的使用量则显著扩大。

纯氧燃烧玻璃窑用耐火材料

近年来，随着玻璃窑节能降耗的不断推进，全氧燃烧技术逐步推广，一方面减少了氮氧化物的排放，使得燃烧过程更加充分，能耗更低，同时也降低了玻璃生产过程中的微气泡，能制造出更高质量的玻璃。全氧燃烧技术的推行，使得玻璃窑结构发生了一定的改变。氧气不需要预热，省掉了蓄热室和换热器，只剩下了单一的窑体，因此对镁质耐火材料的需求量大幅减少。

此外，全氧燃烧比空气燃烧产生的水蒸气浓度高3.5倍，大量的水蒸气与玻璃液表面发生反应，产生大量挥发性氢氧化物逸出液面，将与呈酸性的硅砖反应，使含硅质耐火材料发生严重侵蚀；全氧燃烧玻璃熔窑顶内表面温度比空气助燃时降低了25~50°，但气流速度冲量较大，加剧了窑顶硅砖的侵蚀。因此，硅砖并不适合长窑龄熔窑的大碇材质，而常采用优质硅砖(457mm)、低钙硅砖(457mm)、尖晶石结合刚玉砖(343mm)、尖晶石砖(343mm)、电熔 α - β Al_2O_3 砖(356mm)、电熔 β Al_2O_3 砖(356mm)和电熔锆刚玉砖(356mm)。熔铸氧化铝在全氧燃烧玻璃熔窑中应用更加广泛，主要用在中高档玻璃生产线熔窑的流道流槽、料道、冷却部池壁、池底、澄清部上部结构，尤其是全氧燃烧的熔窑中与玻璃也相接处部分几乎都采用熔铸氧化铝，日熔量600吨的全氧燃烧生产线，熔铸氧化铝用量可达500吨。

表2：全氧燃烧玻璃熔窑的耐火材料配置

使用部位	耐火材料种类
窑顶	电熔 α - β Al_2O_3 砖、低玻璃相电熔锆刚玉砖
投料口	33#电熔锆刚玉砖
融化部池壁	33#锆刚玉砖、41#锆刚玉砖
胸墙	电熔41#锆刚玉砖、低玻璃相电熔锆刚玉砖
投料口拐角	41#锆刚玉砖
卡脖壁	33#锆刚玉砖
冷却部池壁	电熔 α - β Al_2O_3 砖、33#锆刚玉砖

数据来源：《我国全氧燃烧玻璃熔窑用耐火材料的使用现状和发展趋势》、广发证券发展研究中心

据《全氧燃烧玻璃熔窑用耐火材料的研究进展》估算，如果仅考虑蓄热室、小炉、大碇和胸墙部分的耐火材料，一条600t/d的生产线采用全氧燃烧技术后，玻璃熔窑一次性投入费用明显降低了946万元。

表3：600t/d全氧燃烧玻璃熔窑和普通玻璃熔窑部分耐火材料使用费用对比

部位	普通玻璃窑			全氧燃烧玻璃窑		
	耐火材料	用量(t)	费用(万元)	耐火材料	用量(t)	费用(万元)
蓄热室	硅砖、镁质耐材、粘土砖	2800	1580	无	0	0
小炉	粘土砖、电熔锆刚玉	260	520	无	0	0
大碇	硅砖、电熔锆刚玉	462	172	电熔锆刚玉	524	1126
胸墙	硅砖	270	600	电熔锆刚玉	340	800

数据来源：《全氧燃烧玻璃熔窑用耐火材料的研究进展》、广发证券发展研究中心

特种玻璃窑用耐火材料

近年来，随着光伏产业的发展，超白压延玻璃、TCO玻璃等新型生产线大量新建，这些高性能玻璃对于耐火材料的需求进一步提高，主要体现在高端耐火材料（熔铸氧化铝）所占比例提高。

高铬耐火制品过去主要应用于增强玻璃熔炉，以及少量应用于保温玻璃池炉中。现在高铬耐火砖正在越来越多地被某些钠钙玻璃池炉采用。其主要用途已经不仅限于全部或部分流液洞，而且还用于端墙以及在有限的程度上用于加料口的角砖。对于高铬砖的成分来说，它们存在有潜在的着色危险，以至于高铬制品通常与非常“白”的玻璃并不相容。随着研发技术的进步，现在高铬制品也已经被成功地用于透明的容器玻璃池炉中。

玻璃窑用耐火材料需求增长放缓

根据中国玻璃信息网的统计结果，全国目前浮法玻璃生产线共有241条，其中日熔量低于200吨的共有4条，日熔量为200-300吨的有22条，日熔量为330-400吨的有42条，日熔量为430-500吨的有77条，日熔量为550-650吨的有57条，日熔量大于700吨的有39条。目前，上述生产线中有10条处于冷修状态。

由于熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝制品主要用于玻璃生产线新建和冷修。新建项目方面，国家为了节能环保，对玻璃行业环境污染严重的落后产能进行淘汰，在2009年，发改委出台国发[2009]38号文件，要求对在建项目和未开工项目进行认真清理，对所有拟建的玻璃项目，各地方投资主管部门一律不得备案。对于冷修方面，随着国内玻璃窑生产和工艺的提高，玻璃窑炉冷修周期不断延长，目前已经达到5-8年。因此，在传统的需求方面，玻璃行业需求增速将有所放缓。

公司在玻璃窑用耐材领域将继续保持优势

公司是玻璃窑用耐火材料行业的龙头老大，在生产规模、生产技术、市场占有率等方面都拥有绝对优势。公司开发的产品包括RT-33、RT-36、RT-41、RT-M、RT-H等多种熔铸材料，高级镁砖、直接结合镁铬砖等碱性与硅质烧成耐火制品，铝质耐火材料等三大类。目前，公司下属的都江堰子公司和湘潭分公司主要生产熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝产品，湖南子公司主要生产特优硅质耐火材料。目前，公司拥有26000吨熔铸锆刚玉产能，2600吨熔铸氧化铝产能，4.8万吨特优硅质耐火材料产能。公司在玻璃窑用耐火材料领域拥有国内绝对领先的研发技术和生产技术，其成品率达到80%以上。

目前，我国玻璃工业用耐火材料行业存在企业多、规模小、力量弱、过度分散、低水平重复建设、各自为战、市场无序等现象，这些生产规模较小、技术力量薄弱、工艺装备落后、产品质量偏低的企业无法与瑞泰科技相抗衡。在国内玻璃窑用熔铸耐火材料行业中，主要的竞争对手包括淄博旭硝子、北京西普。前者采用日本旭硝子技术，在国内拥有三条生产线，熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝的产能达到8400吨/年，电熔氧化铝砖1600吨/年；后者采用法国西普技术，目前年产12000吨优质电熔耐火材料。公司目前在行业内中高端市场拥有40%的市场占有率，同时由于生产成本低于竞争对手，市场占有率一直稳步提高。

阔步挺进水泥窑

水泥窑用耐材种类繁多

水泥工业常用的耐火材料有粘土质、高铝质、镁质、镁铝质、镁铬质以及耐碱、隔热耐火材料等多个种类。其中，（1）粘土砖主要为氧化铝含量为30-40%的硅酸铝质耐

火材料，一般在回转窑的干燥带、预热带、分解带及冷却机内。（2）高铝砖为氧化铝为48%以上的硅酸铝耐火材料，主要用于回转窑过渡带后部、冷却带及冷却机内。目前，这些部位也有用刚玉砖、耐热震高铝砖及高强高铝砖等新品种替代普通高铝砖。（3）磷酸盐结合高铝质窑衬砖，适用于小型窑回转窑的过渡带、窑口以及其他易掉砖的部位，在大中型预分解窑中并未使用。此外，还有镁砖、聚磷酸钠结合镁砖、白云石砖、镁锆砖、普通镁铬砖、直接结合镁铬砖、镁铝尖晶石砖、镁铁尖晶石砖、耐碱转等多种耐火材料。

一般来讲，喂料带多采用不定型耐火材料（高强度耐碱浇注料）进行砌筑。预热器窑用耐火材料，除回转窑窑内衬外，预热器系统形状复杂的设备管道高温部位仍需使用大量的耐火材料，大多选用具有抗碱能力的耐火砖（耐碱隔热砖CB-20，抗剥落高铝砖、硅莫红砖II型等）。回转窑内场采用常使用耐火性能好、抗熟料和碱、硫、氯等化学侵蚀、抗热振性好、机械强度高、挂窑皮性优良的白云石砖、半直接结合铝镁砖、直接结合铝镁砖等碱性材料。窑外分解窑对耐火材料的要求与预热器窑相近。

表4：不同规格新型干法水泥窑长用耐火材料使用情况对比

窑体部位	1500t/d干法窑工作内衬材料	4000t/d干法窑工作内衬材料
燃烧器	高铝质浇注料	刚玉质浇注料
预热器、联接器	普通耐碱转、耐碱浇注料	普通耐碱转、耐碱浇注料
分解炉	抗剥落高铝砖、耐碱转、耐碱浇注料	抗剥落高铝砖、耐碱转、耐碱浇注料
三次风管	高强耐碱转、耐碱浇注料	高强耐碱转、耐碱浇注料
篦式冷却机	高铝砖、粘土砖、碳化硅复合砖、耐碱浇注料	碳化硅复合砖、抗剥落高铝砖、高铝浇注料、高铝砖
窑门罩	高铝砖、高强耐火浇注	抗剥落高铝砖、高铝质浇注料
回 前后窑口	高铝质浇注料、高铝砖	刚玉质浇注料、耐碱砖、碳化硅复合砖、莫来石质浇注料、方镁石尖晶石
转 窑 过渡带	抗剥落高铝砖、磷酸盐结合特种高铝砖	耐碱砖、抗剥落高铝砖、碳化硅复合砖、硅莫砖
烧成带	碱性砖、磷酸盐结合高铝砖	碱性砖、直接结合镁铬砖
分解带	磷酸盐结合高铝砖、抗剥落高铝砖	碱性砖、抗剥落高铝砖、方镁石尖晶石砖
预热带	耐碱隔热砖、粘土砖	抗剥落高铝砖、耐碱隔热砖、粘土砖

数据来源：《水泥窑用耐火材料的探讨》、广发证券发展研究中心

水泥窑耐材市场相对稳定

按照水泥行业统计数据推算，水泥工业中所用耐火材料的比率大约为每1000吨熟料消耗0.85 公斤耐火材料，2007年全国水泥行业消耗耐火材料950万吨，2008年消耗耐火材料近1 000万吨，有约1 500家耐火材料企业与水泥行业有业务合作。中、小型窑用全套耐火材料国内产品可完全满足使用要求，并已向国外成套出口，但4000 t/d以上的大型或特大型窑的烧成带用碱性砖仍有部分进口。高端品种被国外奥地利RHI耐火材料公司、德国雷法技术公司、巴西Magnesita公司、LMB耐火材料公司及美国ANB耐火材料公司等占据绝对优势，占据的市场份额甚至高达20%。

2009年全国水泥熟料产量达到107452.21万吨，水泥产量达到16.3亿吨；据估计2010年全国熟料产量将达到124000万吨，水泥产量将达到18.8亿吨。预计2010年底全国共建成投产的新型干法生产线近1300条，其中日产4000吨规模及以上的生产线将有400多条，熟料产能占到新型干法总量的60%以上。近年来，全球水泥工业单位熟料的耐火材料损耗量逐年下降，1990年为1.34kg/t，到2005年降为0.8kg/t。我们估算，如果

2011年我国水泥窑生产损耗量降为0.78kg/t，全年全国水泥熟料产量为13亿吨，将消耗耐火材料1000万吨以上。与此同时，水泥窑用高档耐火材料的比例将逐年提高，恰好符合公司的发展定位。

看好公司在水泥窑市场的拓展前景

公司调整发展战略，决定进军水泥窑耐火材料市场。我们看好公司在该市场的发展前景，主要理由如下：其一，公司通过两年的市场推广，已经与海螺水泥、华润水泥等建立了较好的合作，经过一段时间的试用，已经奠定了一定的市场基础；其二，从公司水泥窑用耐火材料的布局来看，公司在浙江的铝硅质耐火材料生产线、在安徽宁国的不定形耐火材料以及河南的环境友好型碱性耐火材料等都主要集中在水泥生产相对集中地周围，具有地域优势；其三，公司控股股东中建材集团旗下拥有南方水泥、北方水泥、中联水泥等多家大型水泥企业，在集团的帮助下，公司产品在水泥市场的推广将开展的更加顺利。

无铬耐材成公司主攻产品

镁铬砖作为水泥窑常用的一种传统耐火材料，其中的 Cr_2O_3 能够促进直接结合和形成镁铬尖晶石，对提高耐火材料的高温性能、抗热震性、抗侵蚀性和挂窑皮性具有重要作用。但是，在高温、氧化性气氛和碱性环境下， Cr^{3+} 会转变为剧毒、致癌的 Cr^{6+} 。以4000t/d水泥窑生产线为例，每年拆卸的镁铬残砖达到180吨，向环境排放的 Cr^{6+} 高达180kg。全国每年因水泥窑镁铬砖拆卸料造成的铬污染高达180吨，对生态环境和人们身体健康造成了极大的危害。

近年来，无铬耐火材料成为各国研发和推行的重点，分别使用铁铝尖晶石、镁铁尖晶石、镁铝尖晶石、氧化锆代替铬铁矿制出了各种无铬碱性耐火材料。目前欧洲、日本、美国等国家和地区由于政府强制规定已基本不使用含铬材料，而国内企业生产的碱性耐火材料仍为含铬耐火材料。

在国外，德国耐火技术公司、奥地利RHI占有欧洲和北美耐火材料30%的市场份额，同时在国内也拥有较高的市场占有率。公司下属子公司河南瑞泰耐火材料科技有限公司已具备无铬碱性耐火材料3.5万吨的产能，公司产品已经具备了国外同类产品的性能指标。2009年和2010年公司通过与国内诸多水泥企业的洽谈和试用，逐步推广无铬耐火材料在水泥窑中的使用。从目前下游客户的反应来看，对公司水泥窑用碱性无铬耐材产品的认可度较高，同时也得到了工信部和河南省政府的大力支持。我们认为，随着国家环保政策的不断推进，对水泥窑耐火材料的要求日益提高，无铬耐火材料的推行势在必行。

盈利预测与投资评级

根据公司新建产能的释放速度，我们对公司各类产品未来三年的销售情况进行了分别假设。预计公司2010、2011、2012年营业收入分别达到6.934、9.880、13.018亿元，对应每股收益分别为0.34、0.66、0.90元。考虑到公司在2011年和2012年集中释放产能，公司在玻璃窑耐火材料行业的市场占有率和竞争优势，同时看好公司在水泥窑耐材的推广进展，给予目标价19.8元，对应于30倍市盈率，给予买入评级。

表5：公司近年各类产品销售情况预测

产品类型		2009	2010	2011	2012
熔铸锆刚玉	产能（吨）	18000	26000	26000	26000
	销量（吨）	18000	21000	23000	26000
熔铸氧化铝	产能（吨）	2600	2600	2600	2600
	销量（吨）	900	1500	2000	2500
碱性耐火材料	产能（吨）	15000	35000	35000	35000
	销量（吨）	11000	17000	33000	35000
不定型耐火材料	产能（吨）	6000	40000	40000	60000+
	销量（吨）	12000	17000	30000	60000
硅质耐火材料	产能（吨）	15000	15000	48000	48000
	销量（吨）	6000	12000	30000	40000
铝硅质耐火材料	产能（吨）		15000	15000	15000
	销量（吨）		8000	15000	15000
耐磨耐热铸钢件	产能（吨）		15000	15000	15000
	销量（吨）		2000	8000	10000

数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、产品下游应用于玻璃窑和水泥窑，受到国家关于产能限制的影响，应用市场可能低于预期；
- 2、主要原料为锆英砂和氧化铝，原料价格的上涨将压缩盈利空间。

资产负债表

单位：百万元

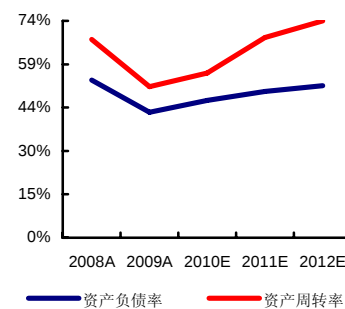
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	441	715	778	960	1,217
货币资金	105	254	232	181	204
应收及预付	146	237	257	378	491
存货	190	224	288	402	522
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	316	443	533	626	718
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	220	246	274	292	310
在建工程	20	102	147	205	261
无形资产	74	93	112	130	147
其他长期资产	2	3	0	0	0
资产总计	757	1,158	1,311	1,586	1,935
流动负债	356	492	582	736	917
短期借款	169	232	242	272	317
应付及预收	184	245	340	463	600
其他流动负债	3	15	0	0	0
非流动负债	51	3	30	55	85
长期借款	50	0	30	55	85
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	3	0	0	0
负债合计	407	495	612	791	1,002
股本	90	116	116	116	116
资本公积	60	284	284	284	284
留存收益	106	134	159	235	339
归属母公司股东权益	256	533	558	634	738
少数股东权益	94	130	140	161	194
负债和股东权益	757	1,158	1,310	1,585	1,934

利润表

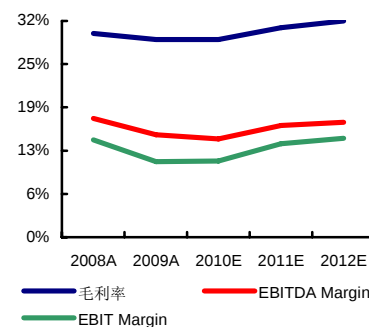
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	422	493	693.40	988.00	1301.75
营业成本	296	350	492.51	684.35	889.13
营业税金及附加	2	3	4.18	6.06	8.08
销售费用	21	30	42.44	60.76	80.32
管理费用	43	55	76.97	101.76	135.38
财务费用	13	14	18.61	24.34	27.70
资产减值损失	2	7	11	6	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	34	48	105	158
营业外收入	7	23			
营业外支出	5	0			
利润总额	46	57	57.70	115.73	163.15
所得税	5	10	8.86	18.61	25.84
净利润	41	47	48.84	97.12	137.30
少数股东损益	7	10	9.77	21.37	32.95
归属母公司净利润	35	37	39.07	75.75	104.35
EBITDA	73	74	99.81	161.71	219.22
EPS (元)	0.38	0.32	0.338	0.656	0.903

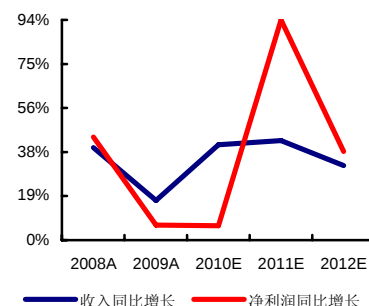
资产负债率趋势



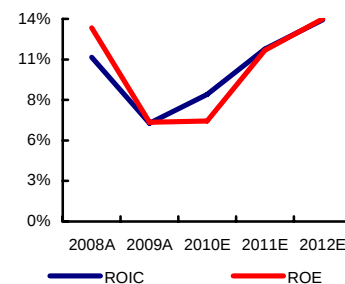
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

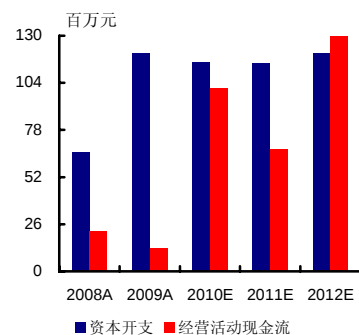
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	22	13	91	46	97
净利润	41	47	49	97	137
折旧摊销	13	19	23	27	30
营运资金变动	-45	-73	-3	-97	-96
其它	12	20	23	19	26
投资活动现金流	-66	-119	-115	-115	-121
资本支出	-66	-120	-115	-115	-121
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	95	255	3	17	47
银行借款	244	385	40	55	75
债券融资	-134	-359	-18	0	0
股权融资	0	241	0	0	0
其他	-14	-12	-19	-38	-28
现金净增加额	52	149	-21	-52	24
期初现金余额	53	105	254	232	181
期末现金余额	105	254	232	181	204

主要财务比率

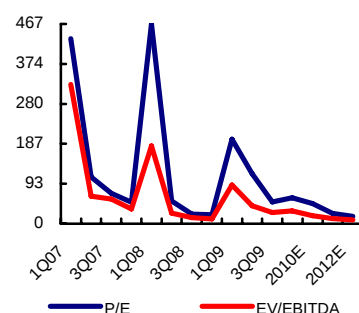
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	39.5%	16.9%	40.6%	42.5%	31.8%
营业利润	69.6%	-24.7%	41.3%	119.6%	51.0%
归属于母公司净利润	44.0%	6.4%	6.1%	93.9%	37.8%
获利能力					
毛利率	29.9%	29.0%	29.0%	30.7%	31.7%
净利率	9.8%	9.5%	7.0%	9.8%	10.5%
ROE	13.5%	6.9%	7.0%	12.0%	14.1%
ROIC	11.5%	6.8%	8.9%	12.0%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	53.8%	42.8%	46.7%	49.9%	51.8%
净负债比率	33.5%	-1.0%	5.7%	18.4%	21.2%
流动比率	1.24	1.45	1.34	1.31	1.33
速动比率	0.64	0.94	0.78	0.69	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.51	0.56	0.68	0.74
应收账款周转率	4.72	3.41	3.63	3.67	3.66
存货周转率	1.75	1.69	1.70	1.70	1.70
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.32	0.34	0.66	0.90
每股经营现金流	0.25	0.11	0.79	0.40	0.84
每股净资产	2.85	4.61	4.83	5.49	6.39
估值比率					
P/E	20.7	60.6	46.97	24.23	17.59
P/B	2.8	4.2	3.29	2.90	2.49
EV/EBITDA	11.4	30.1	18.79	12.26	9.27

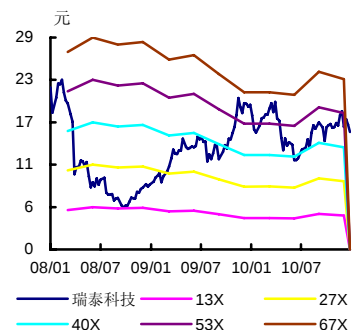
资本支出与经营活动现金流



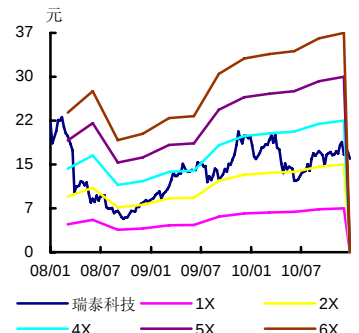
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发建材行业研究小组

黄立图，分析师，中山大学金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

程振江，研究助理，清华大学材料科学与工程专业博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：czj8@gf.com.cn，020-87555888-650。

相关研究报告

瑞泰科技(002066.sz)_季报点评

程振江

2010-10-29

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。